

0-794096

На правах рукописи

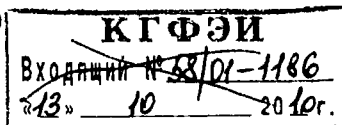
Кияткина Виктория Викторовна

МОДЕЛИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2010



**Работа выполнена на кафедре «Банки и банковский менеджмент» ФГОУ ВПО
«Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»**

Научный руководитель

**доктор экономических наук, профессор
Валенцева Наталья Игоревна**

Официальные оппоненты

**доктор экономических наук, профессор,
Заслуженный деятель науки
Российской Федерации
Куликов Александр Георгиевич**

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000715173

**кандидат экономических наук
Павлова Ирина Владимировна**

Ведущая организация

ФГОУ ВПО «Академия бюджета и казначейства Министерства финансов Российской Федерации»

Защита состоится « 28 » октября 2010 г. в 12.00 часов на заседании совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 505.001.02 при ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д. 49 ауд. 406.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, комн. 203.

Автореферат разослан « 24 » сентября 2010 г. и размещен на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: www.fa.ru

**Ученый секретарь совета Д 505.001.02,
к.э.н., доцент**

Е. Е. Смирнова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Необходимость развития рефинансирования ипотечных кредитов обусловлена особой социально-экономической ролью ипотечного жилищного кредитования в России. По оценкам экспертов, возможность приобретения жилья за собственные средства имеют 4-5% населения, а потребность в улучшении жилищных условий существует у 42% населения, для большинства из которых ипотечное жилищное кредитование является единственным решением проблемы¹. При этом очевидно, что государственное финансирование не решит проблему обеспечения населения доступным жильем, необходимо развитие коммерческой системы приобретения жилья. По заключению ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК), типовое жилье с помощью ипотечных кредитов смогла бы приобрести половина российских семей. Социальная значимость ипотечного жилищного кредитования проявляется в принятии национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России», в расширении мандата деятельности АИЖК в рамках Программы антикризисных мер Правительства РФ, в использовании различных форм государственной поддержки в этой сфере. Однако в настоящий момент состояние данной системы нельзя считать удовлетворительным, поскольку при общем объеме ипотечных жилищных кредитов на балансах российских банков 1 010,9 млрд руб.² по состоянию на 01.01.2010 г., совокупный объем их рефинансирования по данным Банка России составил всего 80,4 млрд руб., т.е. только около 8% от общего объема³. При этом в условиях кризиса как АИЖК, так и независимые ипотечные агенты ужесточили условия выкупа залговых, а во многих случаях вообще отказались от данных сделок.

Слабость практического развития данной сферы обусловлена, в основном, недостаточностью ресурсной базы. Доля услуг ипотечного кредитования в российском ВВП составляет около 2,6%, против 53% в США и 38% в странах Евросоюза. Количество сделок с использованием ипотечных жилищных кредитов в общей массе операций по покупке жилья в нашей стране также невелико. В настоящее время в России пока практически не применяются способы активной финансовой поддержки развития ипотечного жилищного кредитования. В то же время в международной практике успешно ис-

¹ Резванова Л.М. Потенциал региональных рынков ипотечного кредитования // Банковский вестник. 20.02.2008г.

² Статистика Центрального банка Российской Федерации - http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=ipoteka/5-3_010110.htm&pid=ipoteka&sid=ITM_25830

³ Статистика Центрального банка Российской Федерации - <http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=ipoteka/6-1.htm>

пользуется механизм рефинансирования уже выданных ипотечных жилищных ссуд. При этом в последние годы за рубежом сформировалось и получило развитие несколько моделей рефинансирования ипотечных кредитов, накоплен как положительный, так и негативный опыт.

В этой связи разработка научно-методических и практических вопросов, раскрывающих понятие ипотечных кредитов и их рефинансирования, и выработка рекомендаций по формированию комплекса моделей рефинансирования ипотечных кредитов с учетом зарубежного опыта являются важной и актуальной проблемой.

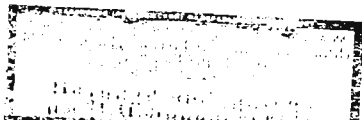
Степень научной разработанности темы исследования. Данная проблема затрагивает широкий круг вопросов развития кредитных и финансовых отношений.

В связи с исследованием общетеоретических основ ипотечного кредита, в диссертации использовались наиболее систематизированные работы в области теории кредита, его форм и методов таких ученых, как Г.Н. Белоглазова, В.И. Букато, Н.И. Валенцева, Ю.В. Головин, Г.Г. Коробова, А.Г. Куликов, О.И. Лаврушин, Ю.И. Львов, В.С. Пашковский, В.М. Усоскин, Ю.Е. Шенгер и др.

Отдельные вопросы, касающиеся развития системы рефинансирования ипотечных кредитов, освещены в монографиях и публикациях российских ученых и практиков: В.А. Аверченко, И.Л. Бубнова, Н.Б. Косаревой, И.В. Павловой, И.А. Разумовой, Л.И. Рябченко, Н.Э. Соколинской.

Современное состояние и закономерности развития мировых фондовых рынков, особенности и направления развития секьюритизации исследованы в монографиях и публикациях таких отечественных ученых, как А.В. Буздалин, Я.М. Миркин, С.Р. Мойсеев, Б.Б. Рубцов, А.Ю. Сучков, М.А. Федотова, А.Б. Фельдман. Среди работ зарубежных ученых и практиков, посвященных рынку ценных бумаг, секьюритизации и развитию производных финансовых инструментов, большую значимость имеют труды таких авторов, как Х.П. Бэр, Л. Хейр, Э. Девидсон, Э. Сандерс, Л.-Л. Вольф, А. Чинг, С. Фрост, Ф. Фабоцци, В. Котари, С. Л. Шварц. Отдельные правовые и методологические аспекты сделок секьюритизации отражены в монографии Вриза Роббе и Поля Али «Секьюритизация и право» и публикациях О. Иванова, А. Селивановского, Ю. Туктарова, А. Казакова.

Однако, как следует из обзора источников, комплексное освещение данной проблемы в отечественной научной литературе отсутствует. Существуют разработки, ка-



сающиеся отдельных ее сторон: развития ипотечного кредитования, системы рефинансирования Банка России, проблем секьюритизации активов. Исследования теоретических и практических аспектов содержания и развития различных моделей рефинансирования ипотечных кредитов представляются недостаточными. Нераскрытыми остались вопросы развития нормативной базы, регулирующей рефинансирование ипотечных кредитов в России, оценки эффективности различных моделей рефинансирования ипотечных кредитов, методов регулирования рисков, формирования комплекса моделей рефинансирования, адекватного российским экономическим условиям. Недостаточная разработка теоретических и методологических вопросов, касающихся ипотечных кредитов и их рефинансирования, препятствует выработке практических рекомендаций, направленных на совершенствование системы рефинансирования ипотечных кредитов.

Цель диссертационного исследования состоит в развитии теоретических представлений об ипотечных кредитах и их рефинансировании, а также в разработке практических рекомендаций по формированию комплекса моделей рефинансирования ипотечных кредитов, адекватного российским экономическим условиям с учетом зарубежного опыта.

Для достижения указанной цели потребовалось решить следующие задачи, определившие логику проведенного исследования и его структуру:

- уточнить особенности содержания ипотечных кредитов, их место в классификации кредитов;
- раскрыть содержание различных моделей рефинансирования ипотечных кредитов и провести их сравнительную оценку;
- дать характеристику российской правовой базы развития ипотечных кредитов и моделей их рефинансирования;
- проанализировать российскую практику рефинансирования ипотечных кредитов и дать ей оценку;
- сформулировать критерии и показатели оценки эффективности моделей рефинансирования ипотечных кредитов на примере модели секьюритизации активов (классической и синтетической);
- обосновать основные направления развития российской системы рефинансирования ипотечных кредитов и регулирования рисков.

Объектом исследования являются модели рефинансирования ипотечных кредитов, применяемые за рубежом и в России.

Предметом исследования являются экономические отношения в сфере рефинансирования ипотечных кредитов.

Методологическую и теоретическую основу диссертационного исследования составили труды российских и зарубежных авторов, диссертационные работы в области банковского дела и риск-менеджмента, законодательные и нормативные акты, регулирующие ипотеку и операции с ценными бумагами, разработки ведущих отечественных и зарубежных ученых в области ипотечного кредитования и форм его рефинансирования, международный и отечественный опыт применения моделей рефинансирования.

Методология исследования базируется на использовании общепризнанных научных методов и приемов: системного подхода к объекту и предмету исследования, диалектической логики, анализа и синтеза, индукции и дедукции, сравнения и обобщения, группировки, метод научной абстракции, моделирования, системного анализа, что обеспечивает целостность, всесторонность и достоверность диссертационной работы.

Диссертация соответствует Паспорту специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Информационную базу исследования составили нормативно-правовые акты Российской Федерации, Центрального банка РФ (Банка России), публикации международных финансовых организаций, периодические издания и научные публикации, а также данные финансовых отчетов отдельных коммерческих банков, статистическая информация Федеральной службы государственной статистики, статистические и аналитические данные Банка России, материалы ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» и др.

Научная новизна. Научная новизна диссертационной работы заключается в разработке и теоретическом обосновании комплекса моделей рефинансирования ипотечных кредитов, адекватного российским условиям.

Наиболее существенные научные результаты, полученные лично соискателем состоят в следующем:

1. Обосновано выделение ипотечного кредита в качестве самостоятельной формы кредита, отличающейся от других форм по характеру движения стоимости, по организа-

ции, порядку выдачи и погашения, обслуживания долга, социально-экономической природе целей, взаимосвязи с рынком ценных бумаг.

2. В отличие от традиционных представлений о рефинансировании как единичном акте (формирования новых или погашения старых обязательств) дана его характеристика как процесса движения стоимости, имеющего свой кругооборот, при котором происходит преобразование денежных потоков и возникновение новых обязательств.

3. Сформулирован отличный от других авторов подход к классификации моделей рефинансирования ипотечных кредитов, учитывающий три существенных его признака: субъект, осуществляющий рефинансирование; источник и инструмент рефинансирования. Предложена классификация, состоящая из четырех моделей рефинансирования: модели универсального банка, модели контрактных сбережений, модели специализированного банка и модели, основанной на секьюритизации активов.

4. На основе сравнительного анализа четырех основных зарубежных моделей рефинансирования ипотечных кредитов по степени сложности, составу участников, уровню затрат кредитора, выгодности условий для участников сделки как наиболее емким характеристикам банковской деятельности выявлены основные достоинства и недостатки каждой из них, позволяющие определить перспективы их использования в российской практике.

5. Разработаны критерии оценки эффективности наиболее сложной модели рефинансирования, основанной на секьюритизации активов, которые учитывают обеспечение интересов участников данной сделки. В качестве данных критериев для банка предложены следующие: улучшение состояния ликвидности баланса, изменение качества ресурсной базы, улучшение финансового результата (повышение прибыльности), минимизация риска трансформации; для других участников – прибыльность участия при допустимом риске. С учетом этих критериев предложена система показателей оценки эффективности классической и синтетической секьюритизации.

6. Обоснованы целесообразность и условия поэтапного применения в России комплекса наиболее распространенных в международной практике моделей рефинансирования: модели универсального банка, модели контрактных сбережений, модели специализированных банков и модели секьюритизации активов, что будет способствовать ускорению решения проблемы развития ипотечного кредитования и жилищного строительства в России.

7. Предложены меры по созданию в отечественной банковской практике эффективной системы регулирования рисков применительно к моделям рефинансирования ипотечных кредитов. В том числе: установление для банков-оригинаторов дополнительных нормативов максимально допустимого уровня кредитного и процентного рисков, соотношения ипотечного покрытия и обязательств по закладным листам, строгих критериев рейтингов, обязательного гарантирования со стороны originатора по сделкам секьюритизации, удержания минимального процента риска originатором, а также дополнительных требований к раскрытию информации, касающейся деятельности по рефинансированию ипотечных кредитов.

Теоретическая и практическая значимость исследования. Теоретическая значимость научных результатов заключается в том, что выполненная работа вносит вклад в развитие теории ипотечного кредитования и рефинансирования, углубляет представление о формах кредита, определяет новые подходы к формированию в России моделей мобилизации ресурсов для развития ипотечного кредитования.

Практическая значимость диссертационной работы определяется тем, что положения и выводы, составляющие научную новизну исследования, воплощены автором в конкретных практических рекомендациях и предложениях.

Практическое значение имеют:

- предложения по развитию и совершенствованию действующего законодательства, регулирующего систему ипотечного кредитования, эмиссию и обращение ипотечных ценных бумаг, сделки секьюритизации активов, а также по развитию в России строительно-сберегательных касс.

- стратегия поэтапного формирования в России эффективной системы рефинансирования ипотечных кредитов;

- методика регулирования рисков в процессе рефинансирования ипотечных ссуд;
- система показателей оценки эффективности моделей рефинансирования ипотечных ссуд.

Разработанные автором система показателей оценки эффективности моделей рефинансирования ипотечных кредитов и методика регулирования рисков рекомендуются для внедрения в практическую деятельность российских коммерческих банков.

Рекомендации по поэтапному введению в России комплекса моделей рефинансирования ипотечных кредитов могут быть использованы Центральным банком РФ и Правительством РФ при разработке денежно-кредитной политики.

Материалы исследования позволят углубить содержание преподаваемых учебных курсов «Организация деятельности коммерческого банка» и «Банковский менеджмент».

Апробация и внедрение результатов исследования. Диссертационное исследование выполнено в рамках научно-исследовательских работ ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации», проводимых в соответствии с Комплексной темой: «Пути развития финансово-экономического сектора России».

Материалы диссертационного исследования, отдельные теоретические и практические положения работы в части разработанной автором системы показателей эффективности моделей рефинансирования ипотечных кредитов и методике регулирования рисков, рекомендуемых для внедрения в практическую деятельность российских коммерческих банков, были использованы в практической деятельности ЗАО АКБ «РОСТРА-БАНК» при создании методик и регламентов, а также для подготовки элементов стратегии развития кредитной деятельности.

Результаты работы в части исследования экономической природы ипотечного кредита как самостоятельной формы кредита, отличающейся от других форм по характеру движения стоимости, по организации, порядку выдачи и погашения, обслуживания долга, социально-экономической природе целей, взаимосвязи с рынком ценных бумаг, используются кафедрой «Банки и банковский менеджмент» ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин «Организация деятельности коммерческого банка» и «Банковский менеджмент».

Публикации. По теме диссертации опубликовано 7 работ общим объемом 2,9 п.л. (весь объем авторский), в том числе 6 работ (авторский объем 2,47 п.л.) - в журналах, входящих в перечень научных журналов и изданий, рекомендованных ВАК.

Структура диссертации обусловлена объектом, предметом, целью и задачами исследования. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии, списка использованной литературы и приложений (таблица 1). Общий объем диссертации 220 страниц. Библиографический список включает 170 наименований.

Таблица 1. Структура диссертационной работы

| Наименование глав | Наименование параграфов | Количество | |
|---|---|------------|--------------------------|
| | | таблиц | рисунков, схем, диаграмм |
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| Введение | | - | - |
| Глава 1. Теоретические основы рефинансирования ипотечных кредитов | 1.1. Особенности ипотечных кредитов и их рефинансирования | - | 1 |
| | 1.2. Понятие и классификация моделей рефинансирования | 1 | - |
| | 1.3. Сравнительная характеристика зарубежных моделей рефинансирования | 1 | 2 |
| Глава 2. Анализ современной российской практики рефинансирования ипотечных кредитов | 2.1 Характеристика правовой базы развития ипотечных кредитов и их рефинансирования | - | - |
| | 2.2 Анализ используемых в России моделей рефинансирования ипотечных кредитов | 2 | 3 |
| | 2.3 Оценка эффективности рефинансирования ипотечных кредитов | 14 | - |
| Глава 3. Основные направления развития комплекса моделей рефинансирования ипотечных кредитов в России | 3.1 Перспективы формирования в России комплекса моделей рефинансирования ипотечных кредитов | 2 | 6 |
| | 3.2 Регулирование рисков при рефинансировании | - | 6 |
| Заключение | | - | - |
| Библиография | | - | - |
| Приложения | | 2 | 3 |
| Всего: | | 22 | 21 |

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В соответствии с поставленными задачами и целью в диссертации рассмотрены несколько групп проблем.

Первая группа проблем связана с исследованием теоретических основ рефинансирования ипотечных кредитов: понятия и особенностей ипотечного кредита, классификации моделей рефинансирования и разработкой сравнительной характеристики моделей рефинансирования ипотечных кредитов, используемых в зарубежном опыте. На основе анализа различных трактовок общего понятия кредита, потребительского кредита и ипотечного кредита, изучения практики, автор пришел к выводу, что по характеру движения ссужаемой стоимости, по своей организации, порядку выдачи и погашения, обслуживания долга ипотечный кредит отличается от других видов ссуд.

К числу особенностей ипотечного кредита, позволяющих выделить его в обособленную форму кредита, относится следующее:

- особый характер движения ссуженной стоимости, когда выдача ссуды не преследует цели получения нового чистого дохода, а ее возврат осуществляется за счет дохо-

дов заемщика, не связанных с приобретением недвижимости, т.е. ссуженная стоимость не высвобождается из хозяйственного оборота, как обычно при других формах кредита, а постепенно возмещается из доходов заемщика (не связанных с полученным кредитом);

- обязательное наличие обеспечения, в качестве которого выступает сам объект кредитования – недвижимое имущество (например, жилые дома, квартиры);

- особый состав кредиторов - кредиторов могут быть не только коммерческие банки, но и дочерние банковские структуры, агентства по ипотечному кредитованию, центральные банки (в мировой практике), ссудосберегательные ассоциации, кредитные союзы и др. Вместе с тем, среди кредиторов не встречаются частные лица, субъекты малого предпринимательства, международные институты;

- особый состав заемщиков, в первую очередь физических лиц, при этом имеют место ограничения их по возрасту;

- длительность кредита (в мировой практике выдаются на срок до 30 лет);

- строго целевой характер;

- цели ипотечного кредитования связаны с достижением социальной стабильности общества;

- тесная связь ипотечного кредита с рынком ценных бумаг (в процессе ипотечного кредитования выпускаются закладные);

- особое законодательное обеспечение.

Выделенные автором особенности состава участников кредитных отношений по поводу ссужаемой стоимости с использованием ипотеки, специфика взаимодействия между субъектами кредита, некоторые его организационные основы, связанные со срочностью, обеспеченностью и целевым характером ипотечного кредита, дают основание предположить, что ипотечный кредит является не столько особым видом кредита, сколько самостоятельной формой кредита.

Формирование ресурсной базы современного ипотечного кредитования посредством рефинансирования с помощью ценных бумаг является неизбежным условием его развития. При этом нельзя подменять экономическую сторону рефинансирования описанием его организационно-технической стороны, что часто имеет место как в зарубежных, так и отечественных источниках. Рефинансирование – это не единичный акт, а определенное экономическое отношение, процесс движения стоимости, имеющей свой кругооборот. Рефинансирование воспроизводит новое экономическое отношение - если коммерческий банк получал кредит (в начальной фазе рефинансирования) в цен-

тральном банке под имеющиеся обязательства, то завершающей фазой станет не погашение (замена) старых обязательств, а возврат кредита, взятого у кредитора. Если рефинансирование осуществляется с заменой одних старых облигаций на новые, то это является лишь инструментом данного процесса; сутью его останется не замена старого обязательства новым обязательством, а возникновение нового отношения на соответствующей основе. Рефинансирование, таким образом, – это не столько погашение старых долгов, сколько появление новых обязательств, это процесс обслуживания нового долга. Организационные формы при этом могут изменяться в зависимости от модели рефинансирования. Иными словами, *рефинансирование* – это процесс движения стоимости, имеющей свой кругооборот, при котором происходит преобразование денежных потоков и возникновение новых обязательств.

Критерии классификации моделей рефинансирования ипотечного кредитования, которые встречаются в экономической литературе, следующие:

- количество уровней (одно- и двухуровневая системы рефинансирования);
- тип рынка ипотечного кредитования (модель первичного рынка закладных и модель вторичного рынка закладных);
- тип банков, организующих ипотечное кредитование (такими банками могут быть универсальный коммерческий банк, ипотечный банк, стройсберкасса);
- способ рефинансирования ипотечных кредитов (рефинансирование посредством выпуска эмиссионных ипотечных ценных бумаг, рефинансирование через систему коллективных инвестиций, рефинансирование кредиторов через операторов вторичного рынка ипотечных кредитов);
- масштаб привлечения ресурсов, необходимых для ипотечных кредитов (усеченно-открытая модель, расширенно-открытая модель, сбалансированная автономная модель);
- методы привлечения ресурсов (привлечение средств посредством вкладов и депозитов; привлечение ресурсов с рынка капиталов посредством выпуска ипотечных ценных бумаг);
- состав элементов рефинансирования (классическая и синтетическая секьюритизация).

Практически в любом специальном исследовании можно встретиться с разделением на банковскую, небанковскую и смешанную модели финансирования и кредитования проектов и затрат, а также с классификацией по страновому признаку.

Авторская позиция по поводу классификации моделей рефинансирования ипотечных кредитов предполагает положить в основу классификации три существенных признака процесса рефинансирования: субъект, осуществляющий рефинансирование; источник рефинансирования; инструмент рефинансирования. По этим признакам предлагается выделить следующие четыре модели: модель универсального банка, модель контрактных сбережений; модель специализированных ипотечных банков; модель, основанную на секьюритизации активов.

Первая модель - модель универсального банка, основана на привлечении универсальными коммерческими банками новых ресурсов из различных источников, в первую очередь - депозитов и вкладов юридических лиц и населения. Эта модель компенсирует иммобилизацию имеющихся ресурсов в долгосрочные ипотечные кредиты. Универсальный банк может предоставлять полный пакет услуг от ведения расчетного счета до операций с ценными бумагами. Возможность сочетания коммерческой и инвестиционной деятельности позволяет диверсифицировать и минимизировать риски. Модель рефинансирования, основанная на универсальных банках, получает преимущества в возможности изменения уровней доходности по различным операциям. Однако основной проблемой данной модели является зависимость ликвидности банка от соотношения долгосрочных активов и краткосрочных пассивов в различные периоды.

Вторая модель – модель контрактных сбережений, предполагает привлечение в специализированные организации на долгосрочной контрактной основе сбережений населения с предоставлением в дальнейшем им ипотечного кредита. В этом случае образуется некая «пирамида», когда долевые взносы будущих заемщиков рефинансируют иммобилизацию ресурсов банка в ипотечные ссуды. Поэтому основной недостаток данной модели связан с риском инвесторов. Степень риска зависит от кредитоспособности должников по ипотечным ссудам, факторов финансовой устойчивости строительной компании, степени поддержки государством проектов, снижения спроса на жилье.

В основе функционирования третьей модели рефинансирования – модели специализированных ипотечных банков (или «немецкой» модели) – лежит мобилизация ресурсов на основе эмиссии ипотечных облигаций с обеспечением. Модель является относительно несложной по организации функционирования. Однако технология модели имеет отдельные сложные элементы, к числу которых можно отнести формирование пулов ипотечных кредитов, отслеживание инвесторами рыночных

рисков, оценка кредитоспособности большого круга заемщиков и риска портфелей однородных ссуд, определение продажной цены облигаций. Участниками модели являются ипотечные банки (оригинаторы), инвесторы и заемщики (см. рис. 1).



Рис.1. Модель рефинансирования ипотечных кредитов на основе специализированных ипотечных банков

Четвертая модель рефинансирования ипотечных кредитов носит название модели, основанной на секьюритизации активов (или «американской» модели). Секьюритизация активов подразумевает продажу и вывод активов с баланса банка в сочетании с дальнейшим выпуском ценных бумаг, платежи по которым привязаны к денежным потокам по этим активам. В случае рефинансирования ипотечных кредитов базовым активом секьюритизации выступает их пул. Как отмечалось выше, известны два варианта модели:

- 1) классическая, состоящая из двух уровней, когда пул активов продается специализированной компании (SPV);
- 2) синтетическая, когда пул активов не продается специализированной компании, а только выделяется на балансе банка-оригинатора.

Рефинансирование ипотечных кредитов с помощью секьюритизации является сложной моделью, что подтверждает схема, приведенная на рис. 2.



Рис. 2. Модель рефинансирования ипотечных кредитов на основе секьюритизации

При классической секьюритизации участниками модели являются банк-оригинатор, специализированная инвестиционная компания (спецорлицо, SPV), сервистер – специальная обслуживающая компания, резервный сервистер, гаранты, рейтинговые агентства, доверительный управляющий, андеррайтер, инвесторы. В России функции спецорлица берет на себя Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК). При синтетической секьюритизации часто отсутствует SPV, так как не выделяется и не продается пул самих активов, происходит «торговля» лишь (предполагаемым) финансовым результатом. Сложность данной модели, связанная с большим количеством участников, увеличивает деловые и операционные риски банка, а также его затраты по рефинансированию.

В целом, используемые в международной практике модели рефинансирования ипотечных кредитов отличаются большим разнообразием. Чаще всего эти модели сравнивают по количеству уровней, типу банков, организующих данную форму кредита, методов, с помощью которых привлекаются необходимые ресурсы, и др. При всей важности данных критериев, они в большей степени охватывают организационно-технологические стороны рефинансирования ипотечного кредита. Между тем, с позиции перспектив развития той или иной модели важно обратиться к характеристикам, затрагивающим базовые представления об уровне их риска и затратности. Сравнительный анализ зарубежных моделей рефинансирования ипотечных кредитов под этим углом зрения позволяет более обстоятельно выявить их основные достоинства и недостатки, более аргументированно определить перспективы их использования в российской практике. Представляется, что такими критериями могут стать: степень сложности модели; состав участников (банков и инвесторов) и их влияние на уровень рисков; уровень затрат кредитора, связанных с операцией рефинансирования; выгодность условий рефинансирования для участников данной операции.

Сравнительная характеристика перечисленных моделей, реализуемых в зарубежной практике, приведена в таблице 2.

Таблица 2. Сравнительная характеристика моделей рефинансирования

| Тип модели | Критерии сравнения | | | |
|-----------------------------|--------------------|---|----------------------------------|--|
| | Сложность модели | Влияние на уровень рисков участников системы рефинансирования | Затраты по рефинансированию | Выгодность порядка рефинансирования для участников этой операции |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Модель универсальных банков | Простая | Может оказать влияние на степень риска ликвидности | Не требует дополнительных затрат | Не создает дополнительных выгод банку-кредитору |

Продолжение таблицы 2

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|--|---|---|
| Модель контрактных сбережений | Сложность связана с разнообразием форм | Многовариантность увеличивает деловые и операционные риски банка; риски инвестора могут быть высокими | Затраты по отслеживанию кредитоспособности заемщиков и строительных фирм | Для банка – привлечение относительно долгосрочных ресурсов, целевое назначение которых связано с объектом кредитования. Для заемщика – низкие проценты по ссудам |
| Модель специализированных ипотечных банков | Наличие сложных элементов технологии модели | Высокие рыночные риски оригинатора | Затраты по выпуску, размещению облигаций, обновлению и защите пула | Повышает качество и расширяет ресурсную базу банка, обеспечивает дешевый кредит. Для инвестора – защита пула |
| Модель секьюритизации | | | | |
| I. Модель классической секьюритизации | Сложная. Основные сложности связаны с технологией сделок и юридическими вопросами | Высокие деловые и операционные риски банка. Снижение риска несбалансированной ликвидности. Распространение рисков по всему финансовому сектору. Сведение рисков инвесторов к риску дефолта активов | Высокий уровень затрат, связанных со структурированием сделок по секьюритизации | Повышает качество и расширяет ресурсную базу банка, высвобождает капитал, способствует выполнению экономических нормативов, улучшает имидж банка, способствует решению социальных проблем. Для заемщика – более низкие проценты по ссудам |
| II. Модель синтетической секьюритизации | Менее сложная, чем классическая секьюритизация | Передача рисков инвесторам. Деагрегация и перепродажа части рисков. Повышение системных рисков | Меньше, чем при классической секьюритизации | Повышает прибыльность банка и снижает его риски (через хеджирование), улучшает имидж банка |

Сравнительная оценка моделей рефинансирования, применяемых зарубежными банками, позволяет определять целесообразность выбора модели в конкретной ситуации. Во многом этот выбор определяется следующими проблемами, с которыми столкнется банк при реализации на практике той или иной модели рефинансирования:

- при привлечении универсальным коммерческим банком новых ресурсов из различных источников требуется наличие доступных долгосрочных ресурсов на отечественном или зарубежном финансовом рынке и высокое качество управления ликвидностью банка;

- финансирование на основе модели контрактных сбережений предполагает наличие отдельной правовой основы, особой информационной базы и специальной методологии оценки рисков;

- практическая реализация модели рефинансирования ипотечных банков путем выпуска ими обеспеченных ипотечных облигаций требует отработанной технологии фор-

мирования пулов ипотечных ссуд, наличия правовой основы для выпуска ценных бумаг и государственной поддержки соответствующих проектов;

• рефинансирование на основе секьюритизации возможно при определенном уровне развития фондового рынка, его инфраструктуры и системы ипотечного кредитования, наличии технологий секьюритизации, адаптированных к экономическим и правовым условиям, в которых функционируют коммерческие банки данной страны, разработанные механизмы повышения надежности ценных бумаг.

Выявленные особенности и проблемы дают основание для рационального выбора таких моделей, которые позволяют в большей степени нейтрализовать или минимизировать риски и затраты коммерческих банков.

Вторая группа проблем связана с анализом современной российской практики рефинансирования ипотечных кредитов и касается отечественной правовой базы развития ипотечных кредитов и их рефинансирования. Особое внимание уделено оценке эффективности рефинансирования ипотечных кредитов.

На основе изучения отечественной правовой базы развития ипотечных кредитов, а также практики их рефинансирования в России, сделан вывод о том, что российская система рефинансирования ипотечных кредитов находится в стадии становления и развития. Для настоящего периода характерно применение в России только трех моделей, известных в зарубежной практике: модели универсального банка, модели контрактных сбережений и модели секьюритизации. Отсутствует модель, основанная на функционировании специализированных банков в чистом виде; модель контрактных сбережений развивается стихийно – без соответствующей законодательной базы. Наибольшее развитие получили две модели: модель универсального банка и модель, основанная на секьюритизации активов.

Модель секьюритизации ипотечных активов в России реализуется по американскому типу, через оператора вторичного рынка – ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» и основана на выкупе у банков заложных на средства, привлекаемые путем размещения на российском фондовом рынке ценных бумаг. Способ секьюритизации ипотечных кредитов через оператора вторичного рынка (АИЖК) пока не в состоянии полностью удовлетворить потребности коммерческих банков в рефинансировании, так как до настоящего времени не принял, как предполагалось, активный рыночный характер. У АИЖК не хватает возможностей для того, чтобы переломить ситуацию в пользу развития рыночных способов рефинансирования в общегосударственном мас-

штабе. Основным инструментом АИЖК на финансовом рынке оказались пока в основном корпоративные облигации, обеспеченные госгарантиями, а не выпуск ипотечным агентом предусмотренных законом об ипотечных ценных бумагах облигаций с ипотечным покрытием. Для развития возможностей первичных кредиторов на рынке ипотечного кредитования АИЖК с 1 апреля 2010 года начал предлагать банкам новые финансовые продукты в виде выдачи займов под залог закладных (со сроком займа равным максимальному сроку по пулу закладных), кредитования под залог закладных, выдачи поручительств, гарантий, выкупа «плохих» кредитов по индивидуальным договорам с АРИЖК (Агентством по реструктуризации ипотечных кредитов, созданным при АИЖК), выкупа залога, на который уже возложено взыскание и др.

Секьюритизация активов, осуществляемая российскими кредитными организациями самостоятельно, в том числе трансграничная с учреждением специального юридического лица (*special purpose vehicle, SPV*) за рубежом или в соответствии с российским правом (локальная), представляет расширение возможностей рефинансирования первичными кредиторами выданных ипотечных кредитов. Во всем мире секьюритизация с учреждением спецорлица (*SPV*) в юрисдикции, иной, чем юрисдикция инициатора сделки, широко используется для рефинансирования различных активов. Этот способ позволяет инициатору сделки выйти на развитые зарубежные рынки капитала с их относительно низкими процентными ставками, развитой инфраструктурой и законодательством. Однако разразившийся в 2007 году в США кризис ипотечных ценных бумаг, переросший в мировой финансовый кризис, привел к резкому снижению спроса на секьюритизированные ипотечные ценные бумаги и показал «узость» российского рынка, ориентированного исключительно на зарубежных инвесторов, его неустойчивость в условиях неблагоприятной внешней конъюнктуры. Поэтому возникла потребность в разработке мер по стимулированию внутреннего рынка, в том числе путем вовлечения в него региональных кредитных организаций. Хотя в России трудно организовать самостоятельную секьюритизацию даже крупным банкам, но, в последних сделках по секьюритизации ипотечных кредитов (например, сделка «Городского ипотечного банка») указанная проблема была принята во внимание и уступка активов в *SPV* совершена в соответствии с российским правом. А мелкие и средние банки могут использовать модель секьюритизации с участием крупного банка-организатора или кондунта.

Секьюритизация активов через систему коллективных инвестиций основана на использовании закрытых ипотечных ПИФов. Использование механизма передачи прав

требования по первичному ипотечному кредиту, а также залогового механизма позволяет привлекать финансовые средства институциональных инвесторов для рефинансирования ипотечных кредитов, в качестве которых могут рассматриваться паевые инвестиционные фонды, государственные и негосударственные пенсионные фонды и др. В основе секьюритизации через систему коллективных инвестиций используется право требования по кредитам путем трансформации в ценные бумаги (ипотечные сертификаты участия или инвестиционные паи), которые, в свою очередь, могут быть выпущены на вторичный рынок для рефинансирования ипотечных кредитов. Содержание такого способа секьюритизации состоит в следующем: закладные, принадлежащие банку-оригинатору или АИЖК, продаются управляющей компании паевого инвестиционного фонда, имущество которого затем передается в собственность инвесторов, приобретающих паи. Тип паевого инвестиционного фонда, по сути, является российским аналогом траста. Закрытый ипотечный ПИФ структурно напоминает модель ипотечных сертификатов участия. Покрытие ипотечных сертификатов участия формируется всегда правами требования по ипотечным кредитам (займам, зкладным). Закрытый ипотечный ПИФ может быть сформирован не деньгами, а теми же активами, что и ипотечный сертификат участия (ИСУ). Так как ипотечным закрытым ПИФам разрешено приобретать различные ценные бумаги, в том числе и ипотечные, то фактически стало возможно создание ПИФов, активами которых служат пулы зкладных.⁴ Для банков этот способ секьюритизации привлекателен тем, что у них есть выбор типа кредитов, которые составят пул.

Учитывая важность развития ипотечного кредитования для России, наличие широкого слоя малообеспеченных семей, слабое развитие кредитного и фондового рынков и соответствующей им инфраструктуры, существование высоких рисков у модели, основанной на секьюритизации, на которую до сих пор был сделан основной акцент в развитии системы рефинансирования ипотечных кредитов, представляется целесообразным пересмотреть указанную концепцию в направлении активного использования на современном этапе всех четырех моделей, каждая из которых имеет свои достоинства. При этом должна быть создана необходимая законодательная и нормативно-правовая база.

Вопрос оценки эффективности используемых методов рефинансирования, лежащих в основе разных моделей, представляет повышенный интерес и с теоретической, и с практической точек зрения. Когда речь идет о перспективах создания в России наиболее

⁴ Аверченко В.А. Принципы жилищного кредитования / В. Аверченко, Р. Вессели, Г. Наузов, Э. Файкс, И. Эрик. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – с. 217.

оптимальной и адекватной системы рефинансирования ипотечных кредитов, оценка эффективности каждой из моделей является необходимым условием принятия соответствующего решения. В работе эта проблема рассмотрена на примере наиболее сложной – четвертой модели рефинансирования ипотечных кредитов, основанной на секьюритизации. Под эффективностью рефинансирования понимается достижение целей каждого участника этого процесса, а также влияние рефинансирования на финансовый результат его деятельности. Основными целями банка-оригинатора при классической секьюритизации является высвобождение ресурсов, иммобилизованных в ипотечных ссудах, путем продажи однородного пула этих ссуд спецюрилицу, а также дальнейшее развитие ипотечного кредитования. Банк получает дисконтированную сумму будущих платежей целиком и сразу, а не по мере поступления процентных платежей и траншей погашения основного долга. За счет этого изменяется структура и качество активов и появляются свободные средства. Достижение этой цели должно способствовать повышению ликвидности баланса, улучшению финансового результата, дальнейшему развитию активных операций банка, выполнению им норматива достаточности капитала, снижению уровня рисков.

В соответствии с этими результатами автором предложена система коэффициентов для оценки эффективности классической секьюритизации (КЭКС), которую может использовать банк-оригинатор:

КЭКС₁ - коэффициент улучшения текущей ликвидности после секьюритизации;

КЭКС₂ - коэффициент улучшения мгновенной ликвидности после секьюритизации;

КЭКС₃ - коэффициент общего улучшения финансового результата банка после секьюритизации;

КЭКС₄ - коэффициент уровня затрат при процессе секьюритизации;

КЭКС₅ - коэффициент замещения уровня процентного дохода комиссионным;

КЭКС₆ - коэффициент снижения риска кредитного портфеля по физическим лицам;

КЭКС₇ - коэффициент улучшения выполнения требований Банка России по нормативу достаточности капитала.

Новизна изложенной системы заключается в выборе коэффициентов эффективности и методе их использования. На основании балльной оценки перечисленных коэффициентов и их значимости определяется общая оценка эффективности секьюритизации в баллах. При оценке менее 100 баллов проведенную секьюритизацию активов целесообразно считать неэффективной, от 101 до 200 – эффективной, от 201-300 – высокоэффективной.

Форма оценки эффективности классической секьюритизации на основе условного примера предложена в таблице 3.

Таблица 3. Оценка общей эффективности проведения секьюритизации активов банком-оригинатором⁵

| Показатель эффективности | Балльная оценка | Значимость показателя в % | Максимальное взвешенное значение показателя |
|--------------------------|-----------------|---------------------------|---|
| КЭКС ₁ | 2 | 20 | 40 |
| КЭКС ₂ | 3 | 20 | 60 |
| КЭКС ₃ | 1 | 15 | 15 |
| КЭКС ₄ | -3 | 15 | -45 |
| КЭКС ₅ | 1 | 15 | 15 |
| КЭКС ₆ | 3 | 5 | 15 |
| КЭКС ₇ | 3 | 10 | 30 |
| Итого | | | 130 |

Следует отметить, что эффективность секьюритизации для банка во многом определяется последующим размещением привлеченных ресурсов. Возможны два варианта размещения: погашение долгов банка и предоставление новых ипотечных ссуд. Последний вариант более эффективен для банка. Поэтому для оценки эффективности секьюритизации ипотечных кредитов автор предлагается проводить анализ размещения привлеченных ресурсов после окончания секьюритизации. Результаты анализа можно использовать как дополнительный показатель эффективности классической секьюритизации.

При синтетической секьюритизации, в отличие от классической секьюритизации, не происходит списания активов с баланса, хотя секьюритизированные кредиты и должны обособляться. При синтетической секьюритизации банки сами выпускают ценные бумаги, содержащие условия дериватива с целью репликации эффекта (финансового результата – прибыли или убытка) действительной продажи (“true sale”) пула активов без осуществления самой продажи. Главное различие между названными вариантами секьюритизации заключается в совершении или несовершении сделки по продаже соответствующих активов.

Если классическая секьюритизация используется в основном для получения более дешевого финансирования, то синтетическая секьюритизация в основном используется для регулирования (хеджирования) рисков и улучшения финансовых результатов.

Можно выделить следующие основные критерии оценки эффективности синтетической секьюритизации для банка-оригинатора:

- степень минимизации риска трансформации для банка-оригинатора;

⁵ Приведенные данные в таблице 3 условны

▪ воздействие процесса секьюритизации на ликвидность баланса банка и соблюдение коммерческим банком требований Банка России по нормативам ликвидности;

▪ влияние секьюритизации на финансовый результат деятельности банка.

В связи с изложенным, можно предложить следующую систему коэффициентов для оценки эффективности синтетической секьюритизации (КЭСС) для банка-оригинатора:

КЭСС₁ - коэффициент улучшения текущей ликвидности после секьюритизации;

КЭСС₂ - коэффициент улучшения мгновенной ликвидности после секьюритизации;

КЭСС₃ - коэффициент общего улучшения финансового результата банка после секьюритизации;

КЭСС₄ - коэффициент уровня затрат при процессе секьюритизации;

КЭСС₅ - коэффициент соотношения сроков ценных бумаг и срока секьюритизируемых активов;

КЭСС₆ - изменение доли долгосрочных ресурсов в ресурсной базе банка;

КЭСС₇ - коэффициент прироста задолженности по ипотечным ссудам;

КЭСС₈ - коэффициент доли неразмещенных ресурсов, полученных банком на основе секьюритизации ипотечных кредитов;

КЭСС₉ - коэффициент изменения риска трансформации в результате секьюритизации.

Экономическое содержание перечисленных коэффициентов определяют их значимость в совокупном показателе оценки эффективности синтетической секьюритизации для банка-оригинатора (табл. 4).

Таблица 4. Оценка эффективности синтетической секьюритизации для банка-оригинатора

| Показатель эффективности | Значимость показателя в % | Показатель эффективности | Значимость показателя в % |
|--------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|
| КЭСС ₁ | 10 | КЭСС ₆ | 7 |
| КЭСС ₂ | 10 | КЭСС ₇ | 5 |
| КЭСС ₃ | 12 | КЭСС ₈ | 7 |
| КЭСС ₄ | 12 | КЭСС ₉ | 32 |
| КЭСС ₅ | 5 | Итого | 100% |

Используя предложенные коэффициенты, банки-оригинаторы могут применительно к своим ресурсам и целям еще до инициации секьюритизации выбрать предпочтительный для них вариант секьюритизации (классический или синтетический) и структурировать транзакцию на оптимальных для оригинаторов условиях.

Критерии оценки эффективности секьюритизации для других участников опреде-

ляются их функциями и целями. В частности, в числе критериев эффективности спецорлица (если оно создается) можно выделить уровень рисков, связанных с качеством приобретенного пула кредитов и с возможностью размещения облигаций. Критериями эффективности секьюритизации ипотечных кредитов для инвесторов являются доходность и ликвидность облигаций.

Третья группа проблем посвящена исследованию основных направлений развития моделей рефинансирования ипотечных кредитов.

Основной проблемой применения модели рефинансирования ипотечных кредитов на базе универсального банка является специфика ресурсной базы, выражающаяся в незначительной доле долгосрочных ресурсов и высокой колеблемости краткосрочных ресурсов. В случае возникновения паники или резкого оттока депозитов по иным причинам банк может потерять ликвидность. Мировой банк называет неснижаемые остатки на счетах коммерческих банков стержневыми депозитами и рассматривает как основной источник кредитных ресурсов, рекомендуя кредитным организациям иметь 70-75% ресурсов именно в таком виде. Банкам целесообразно использовать данный источник для ипотечного кредитования в максимальном объеме: он не подвержен процентному риску, в случае досрочного погашения ипотечных и других долгосрочных кредитов можно будет разместить эти ресурсы. Для мотивации клиентов к размещению средств на депозитах до востребования и аналогичных счетах в России существует ряд инструментов, среди которых: дополнительная плата за неснижаемые остатки; аналоги «научетов», которые позволяют комбинировать срочный депозит и расчетный счет; доступ клиентов, имеющих значительные и постоянные обороты по счету, к кредитам банка. Развитию процессов накопления расчетных денежных средств в банковской системе должен способствовать и Банк России. Целесообразно ввести корректировки в нормы ликвидности, признавая стержневые депозиты в качестве источников долгосрочных ресурсов и не требуя сохранения значительной их части в виде ликвидных активов. Важным условием дальнейшего эффективного использования рефинансирования ипотечных кредитов в рамках модели универсального банка является построение системы управления рисками, в первую очередь риском ликвидности с учетом выдачи ипотечных кредитов.

В настоящее время обсуждается проект Закона «О строительно-сберегательных кассах», который устанавливает правовой статус и особенности деятельности специализированных кредитных организаций – строительных сберегательных касс

(ССК), привлекающих во вклады денежные средства физических и юридических лиц и выдающих кредиты для улучшения жилищных условий. Строительная сберегательная касса определяется в проекте закона как специализированный банк с ограниченным перечнем банковских операций. Создание системы ССК послужит привлечению основной массы средне- и низкодходных слоев населения на рынок сбережений, кредита и строительства. При этом именно через ССК рекомендуется распространять государственные дотации на строительство и приобретение жилья в виде премий за накопления, аккумулируемые участниками системы.

В России целесообразно создать условия для использования третьей модели организации рефинансирования, для чего необходимо: создать систему ипотечных банков и соответствующее нормативно-правовое обеспечение; внести дополнения в действующую законодательную базу, регламентирующую процедуры эмиссии ипотечных ценных бумаг и их стандартизацию, что позволит создавать крупные и однородные портфели; разрешить заемщикам гасить свои ипотечные кредиты ипотечными облигациями. Создание специализированных ипотечных банков, в том числе в регионах, позволит расширить ресурсную базу посредством подключения к банковскому кредитованию. Другой важной проблемой, которую предстоит решить для реализации данной модели, является внедрение в отечественную практику эффективных ценных бумаг, эмитируемых в процессе рефинансирования, с учетом накопленного мирового опыта. В зарубежной практике широко известны немецкие ипотечные бумаги – закладные листы, или пфандбрифы (Pfandbriefe), рынок которых является крупнейшим рынком ипотечных облигаций Западной Европы. Аналогичный рынок ипотечных облигаций (covered bonds) начал формироваться и в США, где данная техника рефинансирования стала использоваться несколько лет назад и сдерживалась отсутствием в то время юридических основ для covered bonds. По уровню кредитного риска covered bonds занимают промежуточное положение между государственными ценными бумагами (облигациями) и необеспеченным корпоративным долгом. При этом с учетом особенностей структурирования (т.е. наличия ипотечного покрытия), covered bonds не отличаются абсолютной корреляцией с другими долговыми инструментами, что позволяет инвесторам диверсифицировать свои вложения. В диссертации обосновано, что рынок covered bonds является более стабильным и регулируемым по сравнению с рынком секьюритизированных активов, в связи с чем представляется целесообразным на законодательном уровне выделить новый вид ценных бумаг - закладные листы с определением особого порядка их эмиссии, обраче-

ния и погашения. Облигации с ипотечным покрытием, эмитируемые кредитными организациями, в России законодательно описаны и начали выпускаться (например, эмиссия ОАО «Банк ВТБ» в 2009 г. на 15 млрд руб.), но не имеют особого статуса, который бы защищал инвесторов от банкротства эмитента через механизмы, применяемые в Европе. Для развития рынка облигаций с ипотечным покрытием в России необходимо введение дополнительных регулятивных мер.

В работе сформулировано предложение изменить перечень и содержание дополнительных обязательных нормативов, которые должны соблюдать кредитные организации в части ипотечного кредитования и использовать следующие ограничения: максимальное соотношение размера ипотечного покрытия и размера обязательств по находящимся в обращении закладным листам; максимальное соотношение размера ипотечного покрытия и размера обеспеченных ипотекой требований, входящих в состав ипотечного покрытия.

Развитие модели рефинансирования ипотечных кредитов, основанной на секьюритизации активов, должно осуществляться только при условии создания соответствующих норм, которые должны обеспечить, во-первых, гарантии качества секьюритизируемых активов; во-вторых, соответствие обязательств по секьюритизируемым активам и стоимости их покрытия. Дерегулирование и неконтролируемая эмиссия приводит при применении данной модели к повышению системных рисков. При этом именно данная модель положена в основу российской системы ипотечного рефинансирования и применяется отечественными банками. Причем развиваются как сделки трансграничной секьюритизации, в которых участвуют зарубежные *SPV*, так и локальной секьюритизации, развиваемые АИЖК с 2008 года. Одной из проблем рассматриваемого сегмента рынка является применение новых инструментов секьюритизации, которые могут удовлетворить запросы специфических групп инвесторов с особыми требованиями к видам денежных потоков, генерируемых ипотечными бумагами. К этим инструментам относятся особые виды *структурированных ипотечных бумаг (collateralized mortgage obligations, CMO)* и инструменты синтетической секьюритизации. Авторская позиция относительно новых инструментов секьюритизации предполагает использование структурированных ипотечных ценных бумаг, известных в международной практике, а также другие разработанные на рынке методы структуризации. К ним относятся облигации накопления или *Z-облигации*, *PAC*, *TAC*, облигации-компаньоны, облигации с плавающими ставками, разделенные ипотечные ценные бумаги и др.

Риски секьюритизации активов часто подразделяют на две основные категории: „риски покрытия” и „риски секьюритизации”. При создании комплексной системы управления рисками секьюритизации автор рекомендует включать прогнозирование досрочного погашения кредитов, установление дополнительных требований к банкам-оригинаторам и дополнительных обязательных нормативов, ограничивающих размеры эмиссии закладных листов, строгие критерии рейтингов, обязательное гарантирование оригинатором по сделкам рефинансирования, удержание минимального процента риска оригинатором, повышенные требования к квалификации персонала и информационной базе.

Результаты диссертационной работы позволили сформулировать направления будущих исследований в области развития комплекса моделей рефинансирования ипотечных кредитов в России.

Основные положения диссертации отражены в следующих публикациях:

Основные выводы и положения, содержащиеся в диссертации, изложены автором в 7 опубликованных работах общим объемом 2,9 п.л. (весь объем авторский), в том числе 6 работ (авторский объем 2,47 п.л.) в журналах, рекомендованных ВАК.

1. Кияткина В.В. Теоретические основания оценки ипотечных рисков [текст]/В.В. Кияткина // Труды российских ученых. – М., 2008. - № 4 (8). – С.34–39. (0,43 п.л.);
2. Кияткина В.В. Секьюритизация ипотечных кредитов: участники и факторы их рисков [текст]/В.В. Кияткина // Интеграл.* – М., 2009. - №5(49). – С.56–57. (0,36 п.л.);
3. Кияткина В.В. Модели секьюритизации: какую выбрать для России? [текст]/В.В. Кияткина // Банковское дело.* – М., 2009. - №10(190). – С.68–70. (0,35 п.л.);
4. Кияткина В.В. Секьюритизация ипотечных кредитов – за рубежом и в России [текст]/В.В. Кияткина // Российское предпринимательство.* – М., 2009. - № 10. – С. 112 – 116. (0,33 п.л.);
5. Кияткина В.В. Проблемы развития моделей рефинансирования ипотечных кредитов в России [текст]/В.В. Кияткина // Банковское дело.* – М., 2010. - № 5 (197). – С. 71 – 75. (0,53 п.л.);
6. Кияткина В.В. Теоретические основы современных моделей рефинансирования ипотечных кредитов [текст]/В.В. Кияткина // Финансы и кредит.* – М., 2010. - № 30 (414). – С. 57 – 62. (0,5 п.л.);
7. Кияткина В.В. Оценка эффективности рефинансирования ипотечных кредитов [текст]/В.В. Кияткина // Банковское дело.* – М., 2010. - № 8 (200) – С. 56 – 60. (0,4 п.л.).

*Журнал (издание), входящий в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, выпускаемых в Российской Федерации.

102

102